

2007年第6期  
总第271期

当代财经  
CONTEMPORARY FINANCE & ECONOMICS

NO.6, 2007  
Serial NO.271

# 所得税对金融衍生工具的影响分析

雷根强<sup>1</sup>, 刘建红<sup>2</sup>

(1. 厦门大学 经济学院 财政系, 福建 厦门 361005; 2. 德国罗德律师事务所 上海代表处, 上海 200122)

**摘 要:** 金融衍生工具给予了投资者在传统交易和合成工具中选择权利, 其注重投资回报和分解风险的性质, 使投资者对所得课税变化十分敏感。尽管很难通过实证分析来证明运用金融衍生工具是出于税收激励的考虑, 但公司在运用金融衍生工具进行风险管理时, 考虑税收利益是必然的, 同时也可能存在因金融衍生工具所得税制不完善而运用衍生工具规避应纳税额的情形。另外, 由于各国对金融衍生工具采取不同的所得税制办法, 这将在经济上产生可比利益, 对投资者的投资行为选择和追求税收套利具有一定的影响。

**关 键 词:** 金融衍生工具; 所得税; 税收激励

中图分类号: F830.91 文献标识码: A 文章编号: 1005-0892 (2007) 06-0050-08

金融衍生工具在过去的 20 年里得到了广泛运用。它通常被认为是风险管理工具, 用于对冲和管理基础资产的市场风险; 同时, 由于金融衍生工具交易具有杠杆作用, 也常常被用于投机。对于交易方式日趋复杂的金融衍生工具来说, 税收公平和效率通过影响投资者的投融资预期和盈利能力, 直接对金融衍生工具市场产生作用; 而以预期价值和收益为基础的金融衍生工具通过杠杆作用, 间接地影响金融市场的稳定性。这些对于政府所得税政策的选择提出了极高的要求。在投资者投资金融衍生工具考虑税收套利的前提下, 只有深入地探究所得税对金融衍生工具的影响, 考察投资者对于金融衍生工具所得课税变化的反应, 才能为具体的所得课税制度安排提供比较充分的理论依据。

## 一、国内外研究述评

### (一) 金融衍生工具在私人部门的运用

多数研究遵循“MM”理论的思路, 将所得税与公司运用金融衍生工具进行风险管理的目标结合起来, 并将其作为金融衍生工具运用的因素之一加以分析, 以证明税收因素的激励作用。

从研究方法上说, 国外的研究主要采用调查和回归的分析办法, 对公司运用金融衍生工具进行对冲风险的税收动机进行分析。比如, Nance, et al. (1993) 通过对美国 159 个非金融机构进行问卷调查, 发现凸性的所得税制是公司运用金融衍生工具的原因之一。<sup>[1]</sup>

Graham and Rogers (2002) 研究了对冲风险的税收动因, 并通过实证分析, 证明了公司运用金融衍生工具来对冲风险以实现增强偿债能力的目的。<sup>[2]</sup>Myers (1984)、Leland (1998) 认为金融衍生工具的运用能够降低公司出现财务困境的可能性, 并与避税相关。<sup>[3-4]</sup>Smith and Stulz (1985) 认为税收凸性效应的存在是公司进行风险管理的动因, 在凸性税收制度下, 公司能够最小化其纳税义务, 从而增加公司的价值。<sup>[5]</sup>Graham and Smith (1999)、Graham and Rogers (2002) 通过将所得税率和税收抵免作为解释变量, 对风险管理的税收动因进行经验检验, 并认为税负激励来自两个方面: 一是可以增加公司负债和利息的税负抵扣额; 二是可以减少预期税负。而套期保值活动增加了公司的负债能力, 税收利得是公司价值平均值的 1.1%; 同时他们还指出, 公司会因预期财务困境成本和规模而采用衍生工具进行套期保值。<sup>[6]</sup>Sohnke M. Bartram, Gregory W. Brown and Frank R. Fehle (2003) 通过对 48 个国家的 7309 家非金融机构的金融衍生工具运用情况和影响变量进行分析, 来证明税收激励假说。<sup>[7]</sup>

从研究对象上说, 相关的研究除了选择一般性的公司样本以外, 也有一些研究是针对特殊行业进行分析的。如 J. David Cummins, Richard D. Phillips and Stephen D. Smith (1998) 根据 1994 年 NAIC (National Association of Insurance Commissioners) 中所有人寿保险和财产保险公司披露的年报, 在对 1760 家人寿保险

收稿日期: 2007-03-20

基金项目: 国家社会科学基金项目 (04BJY072)

作者简介: 雷根强, 经济学博士, 厦门大学经济学院教授, 博士生导师, 主要研究方向为财税理论与政策; 刘建红, 德国罗德律师事务所法律顾问, 博士研究生, 主要研究方向为税收政策与税法。

公司和 2707 家财产保险公司样本进行分析的基础上,研究了保险公司参与衍生交易的影响因素。研究表明,在 1993 年和 1994 年,运用金融衍生工具的人寿保险公司,比那些不运用的公司要负担更少的联邦税收义务;运用金融衍生工具的财产保险公司,比那些不运用的公司在可选择的纳税义务上具有更大的选择余地。此外,正的显著相关检验也对保险公司运用金融衍生工具的税收激励假说提供了支持。<sup>[9]</sup>

当然,对于税收激励假说也有不少异议。比如,针对 Graham and Smith 所证明的大多数美国公司通过对冲和套利可以减少税收净现值的观点, Fenn et al. (1996) 认为大多数公司只能在很有限的范围内借助金融衍生工具来减少它们的应纳税所得额,因此,套利的实际税收利益可能远远小于 Graham and Smith 所计算的潜在节税金额。同时,公司运用金融衍生工具的税收动因在一些实证分析中也缺乏证明力。<sup>[9]</sup>再如, Nance et al.(1993)和 Mian(1996)无法得出税收激励假设的肯定结果;<sup>[11][10]</sup>Geczy et al.(1997)、Fok et al.(1997)、Goldberg et al.(1998)对于运用金融衍生工具套利是为了最小化公司预期税收支付的净现值这一假设,也无法获得支持性的证据。<sup>[11-13]</sup>Karen Benson and Barry Oliver (2004)对澳大利亚排名前 500 家的公司 CEO 和 CFO 进行了问卷调查(有效样本为 429 家),其中,“减少税收”在可能影响公司运用金融衍生工具的 19 个因素中位列倒数第二,被多数公司认为是无足轻重的。<sup>[14]</sup>

针对公司运用金融衍生工具进行风险管理或投机的所得税税收动因,“税收激励假说”成为国外相关研究的核心论点。为了更好地了解这一假说,我们首先分析假说中提及的“税收凸性”概念。Smith and Stulz(1985)认为,如果公司面对凸性的税收函数,则公司的预期纳税义务可以通过对冲而减少。<sup>[9][33]</sup>所得税的凸性是指公司的税率随着公司所得的增加而相应增加,则税收函数是凸性的;换言之,如果边际税率是增加的,则税收具有凸性。有效税收函数的凸性越大,公司有更大的激励去进行对冲风险,相关的预期所得税义务减少就越多。Wyscowski (1996)认为,税制的累进性适用于一部分应纳税所得额,而大量有关税收亏损弥补和投资抵免的规定,加强了税制的凸性效应。因此,有效税收函数中存在的税收凸性,是由所得税法中的累进税率和税收优惠(如亏损弥补、税收抵免等)引起的。<sup>[15]</sup>税收激励假说认为,公司在面临“税收凸性”的情况下,如果税前所得的可能性越高,则公

司运用金融衍生工具对冲风险的利益就越大。然而,仅仅从“税收凸性”的概念来看,如果将其用于证明公司运用金融衍生工具的税收动因,并不能让人信服。因为,它在逻辑证明上至少存在着以下缺陷。

首先,这些研究中所指的“税收凸性”,实际上是使用金融衍生工具的公司所适用的所得税制的特点描述。现实中,公司往往并不只是从事金融衍生工具交易这一业务,因此公司所涉及的所得税制,不仅包括公司运用金融衍生工具所适用的所得税税收制度,而且还包括公司其他业务所适用的所得税税收制度,以及使用金融衍生工具的公司本身所涉及的税收制度。这就使得公司很可能通过转让定价等其他手段,来减少其他业务所应承担的所得税税收负担,并最终减少公司的总体税收负担。因此,实证分析中使用金融衍生工具公司的总体税负减少,或是小于未使用公司的所得税税负,就很难被证明一定是使用了金融衍生工具的结果。

其次,即使不考虑假设前提,相关实证研究所采用的方法也值得商榷。在这些实证分析中,检验假设时主要采取三种办法:一是调查法;二是回归分析;三是模拟法。上述每一种方法本身都存在一定的缺陷:对于问卷调查而言,被访问者可能因为相关的信息涉及商业秘密,而不一定如实地反映情况;对于回归分析而言,研究者必须在其他公司特征和因素以外设立税收变量,即需要建立税收变量与其他变量之间的经验公式,同时对于税收变量,比如公司是否存在净运营亏损结转,在进行因素分析和解释结果时,也依赖于研究者的判断;对于模拟法来说,主要是根据“税收凸性”来模拟公司的有效税收函数,而“税收凸性”所研究的范畴,实际上是使用金融衍生工具公司所适用的所得税税收制度。姑且不说模拟的税收函数是否符合实际情况,即使能够真实地模拟,也很难据此证明税收激励假设;反之,即便能够按照实践中使用金融衍生工具所适用的所得税制建立相应的税收函数,但是分析时所采用的数据却是公司公开披露报表中的税收指标,显然也难以证明税收负担的增减是公司运用金融衍生工具的结果。

我们认为,从理论上对税收激励假说进行检验时,可以使用横向比较和纵向比较两种方法。横向比较,应当是同类行业之间的比较。首先,它确保了行业本身所适用的所得税制是相同的,并且应当剔除处于免税期等特殊税收优惠待遇的公司样本;其次,公司的

运营活动相同,除了使用金融衍生工具和不使用之外没有其他的差别,以考察所得税税收负担的不同。纵向比较,是将一家公司运用金融衍生工具前后的税收负担加以比较,同样应当剔除处于税收优惠期等特殊情况,且在运用金融衍生工具前后,公司的其他经营活动并没有变化,否则比较起来也缺乏现实意义。

然而,无论是横向还是纵向比较,在实践中要找出符合条件的样本都是非常困难的,这无疑增加了“税收激励假说”的证明难度。对于私人部门来说,在公司追求股东价值最大化这个根本目标下,公司决定运用金融衍生工具来对冲风险时,进一步考虑获取税收利益是必然的;或是因为金融衍生工具税制不完善而存在很大的避税空间,在税收利益的驱动下,决定使用金融衍生工具的可能性也是存在的。综上,我们认为,应当将研究重点放在金融衍生工具本身的所得税制及参与者据此作出的交易选择上,以便为进一步完善金融衍生工具的所得税制提供依据。

## (二) 金融衍生工具在公共部门的运用

依据“MM”理论,在完全市场中运用金融衍生工具并不增加公司的价值;但实际中的市场并非是完全的。不完全市场的假设一般针对公司经营的框架,由于税收、财务困境和代理成本等因素的存在,使得市场是不完全的市场。然而,对于公共部门而言,上述因素则不是那么重要的,甚至是无关的。比如,政府组织很少要纳税和支付股利,如果政府面临上述问题,则其身份已然不是纯粹的“公共部门”;其次,政府的委托—代理问题也和私人部门有着本质的区别;第三,政府组织虽不像私人部门那样以股东价值最大化或管理效用最大化为目标,但政府仍希望通过拥有自己的“财富”(国家财政收入)来巩固自身的政权。与公司经营为理论研究的前提不同,如果将破产成本、财务困境等作为解释政府运用衍生工具的变量,显得缺乏说服力和现实意义。那么,为什么政府会作为主体去运用金融衍生工具呢?<sup>[19]</sup>

Tim Brailsford, Richard Heaney and Barry Oliver选取澳大利亚联邦59个政府部门的数据为样本,以预算差异最小化为假设条件,建立并检验了公共部门使用金融衍生工具的模型。其最重要的结论是,金融衍生工具在公共部门的运用主要与政府的债务和规模正相关,即政府债务的规模越大,使用金融衍生工具的可能性越大。这与预算差异最小化的假设前提是一致的。此外,模型也引入了税收因素的影响。由于中央政府

为了减少地方政府部门可能持有的过度现金,往往会采取对其课税的方式来调整,这使地方政府部门的管理者具有一定的激励来管理他们的现金流动,因此,税收由总的现金流入决定。模型据此假设税收与衍生工具的运用正相关。经过检验,在一元回归的情况下,税收与公共部门的金融衍生工具使用显著相关;在多元回归的情况下,税收与公共部门运用金融衍生工具之间具有的相关性不充分。<sup>[17]</sup>

OECD(2002)的研究认为,金融衍生工具通过以下两种方式影响财政政策:首先,金融衍生工具有助于纳税人避税;其次,金融衍生工具可以被中央政府或地方政府自身使用,来降低政府的债务成本,并改进现金和债务管理。<sup>[18]</sup>公共部门往往面临沉重的债务负担,因而必须采取措施以减少风险偏好者的投机行为。通过使用金融衍生工具作为债务和风险管理手段,可以实现积极的正面效应。套期或是投机引起的金融衍生工具的频繁使用,间接影响了公共部门的财政稳定以及投资和储蓄的关系。

金融衍生工具的间接影响还可能与纳税人的纳税义务时间选择有关,从而增加了政府的流动性风险。如Zeng(2004)和Salcedo(2003)认为,金融衍生工具的运用有利于纳税时机选择,例如可以通过推迟收益、实现损失,从而降低公司应纳税收,这样将导致国家总体税收收入的损失。从宏观角度来说,由于私人部门有了更多的资金使用渠道,纳税义务时间的选择很可能改变投资和储蓄的关系。<sup>[19-20]</sup>Blandchar(1981)在传统的IS-LM模型基础上加以拓展,考虑了期望值、资产价格以及它们与产出之间的相互关系,从而考察了货币以及在不变价格假设下的扩张性财政政策和可变价格假设下的货币政策的效应。由于政策的效应可以改变预期利润和利率,导致股票市场的有效性得以改变。<sup>[21]</sup>Cbiara Oldani, Paolo Savona(2004)则在Blanchard提出的IS-LM模型基础上,以高负债国家或是高赤字运行国家如意大利、美国和巴西为分析对象,并将金融衍生工具的使用引入财政政策,从而拓展了模型。他们的研究结果认为,金融衍生工具的运用与短期的国家债务和赤字管理正相关。一般而言,除非经济发生非预期的变动,衍生工具对于实现预期的债务和赤字目标是非常好的工具,可以在收入水平上降低敏感程度。如果非预期经济变动发生,衍生工具将放大其影响,并改变公共部门的财政稳定;而通过改变流动性风险,将导致其他非预期的高赤字均衡。<sup>[22]</sup>可以看到,



金融衍生工具在实践中往往作为公共部门管理债务和赤字的手段之一。但如果在其中直接引入税收因素,并试图证明衍生工具在公共部门的运用与其直接相关,似乎十分地牵强附会。

此外,还有一些国外研究从税收公平的角度出发,探讨金融衍生工具所适用的所得税制的设计及完善。比如,David M. Schizer (2004) 针对实践中金融衍生工具所得课税存在着“不平衡性”和“不一致性”,认为至少应当实现金融衍生工具的对称性所得税待遇;对于如何实现“对称性”,Schizer 则提出了保持“收益—损失比例”对称 (Gain-loss ratio) 的观点。<sup>[24]</sup>

从国内研究来看,对于金融衍生工具的运用和税收因素 (包括所得税因素) 的关系,几乎没有公开发表的文献,只有鲍卫平 (2002) 以及李林根、马俊和王晓非 (2002) 等少数学者对衍生工具税收制度做过政策性建议方面的研究。<sup>[24-25]</sup>

## 二、所得税对金融衍生工具的影响

虽然国外的研究试图从使用金融衍生工具的主体——公共部门和私人部门的角度出发,去分析金融衍生工具与税收之间的联系,但是实证分析所采用的方法和数据上的局限性,使得相关的研究结果很难让人信服。所得税究竟对金融衍生工具有何影响? 我们将从微观和宏观两方面进行分析。

### (一) 所得税对金融衍生工具交易的微观影响

由于金融衍生工具场外交易难以受到监管和制约,我们这里以交易所交易为例进行分析。在整个交易过程中,逻辑起点是交易的买卖双方;而金融经纪的主要作用在于为买卖双方的交易过程提供更为便利的服务,它们是依赖于买卖双方而存在的。当然,也存在一些金融机构在交易中出现身份竞合的情况,但无论如何,买卖双方的行为对金融衍生交易起到了决定性的作用。因此,研究金融衍生工具的所得税效应,其核心在于分析所得税对金融衍生交易参与者决策产生的影响。

投资者在决定是否投资某种具体的金融衍生工具以前,除了考虑产品本身的风险管理功能等非税收因素以外,还要考虑具体的投资方式,包括什么时间投资、在哪个市场上投资、以什么身份投资、以多少价格购买、准备投资多少金额等。这些因素都或多或少地与所得税具有一定的相关性,而所得税制的先定性使得相关的投资决策分析必须在事前进行才有意义。当投资者买入一定数量或金额的金融衍生工具时,他

们在交易中的地位就发生了变化,由原来的买方转变为随时准备卖出的卖方,此时所得税对于什么时候卖出、以多少价格卖出具有一定的影响;至于以何种身份将权利转让、赠与或卖出,以及在哪个市场上卖出则已经确定。由此可以看出,所得税对金融衍生工具买卖双方的影响贯穿于整个动态的交易过程中。具体分析如下所述。

#### 1. 所得税对金融衍生工具定价的影响

在投资金融衍生工具需要考虑的诸多因素中,金融衍生工具的价格无疑是重要的。在不考虑税负的 Sharpe-Lintner 资本资产定价模型基础上,Michael Brenna 首先研究了不同资本利得和股息红利税负下的资本资产定价问题。在建立税负修正模型时,Michael Brennan 不仅使用了推导 CAPM 简化模型时常用的一些假设,还假设红利收入是确定的。在考虑到税负不同的条件,资产或投资组合的回报率由下面税负修正后的 CAPM 模型给出:

$$E(R_i) = R_f(1 - T) + [E(R_m) - R_f - T(D_m - R_f)] + TD_i$$

这里:  $T = (T_d - T_g) / (1 - T_g)$ 。其中,  $T_d$  为经济体系中红利的平均税率;  $T_g$  为经济体系中资本利得的平均税率;  $D_m$  为市场组合的红利收益率;  $D_i$  为市场组合的资本利得收益率。

在 Brennan 模型中,如果红利所得的税率等于资本利得的税率,税负调整系数  $T$  为 0,则模型就是简单的资本资产定价模型;如果税率存在差别,期望收益率就像简单形式的资产定价模型一样,线性地依赖于,但由于对市场投资组合的红利征税,市场收益率则必须予以调整,即投资组合的收益率是以税收效应因子 (参数  $T$ ) 来调整的。当对红利征税的平均税率高于对资本利得征税的平均税率水平时,所得税负修正参数  $T$  为正,期望的税前收益率是红利收益率的增函数。在同等系统风险的情况下,高收益证券将比低收益证券获得更高的所得税税前收益率。相应地,红利所得与资本利得的税率差别越大,参数  $T$  就会增大,期望收益率就会越高。<sup>[26]</sup>

如果证券的定价服从税负调整的模式,那么投资者就会根据他们所处的所得税等级,对投资组合进行权衡。比如,处于较高所得税等级的投资者,应该在投资组合中持有比市场组合比例更小的高红利股票;反之他们应该持有更多的低红利、高资本利得的股票,以实现税后收益率的最大化。相应地,处于较低所得税等级的投资者,将考虑在投资组合中倾向于高红利

股票,因为这些股票的所得税不利因素对他们来说相对要小。这样的收益倾斜(yield tilt)策略在提高税后收益率方面具有一定的吸引力。然而,证券定价中所得税效应的重要程度,甚至是否存在这种效应,都存在着争论。即使对税负效应持支持观点的实证分析也表明:这种效应的重要性非常有限,执行收益倾斜策略似乎依赖于投资者确信税负因素存在和影响的强度。

随后,资本资产定价模型进一步扩展到金融衍生工具领域。最初的金融衍生工具定价模型大多是以完全资本市场为假设前提,即不考虑税收的情况下设定。以股票指数期货为例,Cornell and French(1983)假设完全资本市场假设的情况下,给出了无股利支付条件下股票指数期货的定价模型(模型针对美国的期货市场):<sup>[27]</sup>

$$F(t, T) = S(t) e^{r(T-t)}$$

这里: $F(t, T)$ 指时点为 $t$ 、到期日为 $T$ 的股票指数期货价格; $S(t)$ 指时点为 $t$ 的股票指数的现值。

Cornell and French又在此基础上提出了有股利支付条件下的定价模型:

$$F(t, T) = S(t) e^{(r-d)(T-t)}$$

税负的真实存在,使一些经济学家开始在模型中引入这一因素加以分析。

Cornell and French根据上式,引入税收因素,并进一步检验他们定价模型的正确性。检验发现,他们的理论模型一直过高地预测被观察的期货价格,他们将这一原因归结为未考虑到对所得纳税的时机选择(这里指的是衍生工具的持有者具有通过实现资本损失和推迟资本利得而减少所得纳税的选择权)。一旦模型中考虑了所得税的选择权,则预测的期货价格将降低。

Garry J. Twite研究了1983年2月16日-1994年12月30日交易的4758个期货合约价格,他们认为,由于股票价格指数套利涉及到现货市场和期货市场的交易,因此必须考虑两个市场的税收和交易成本。研究结果表明,观测的期货价格和预测的期货价格之间的背离,并未大到足以包含与期货和现货市场相关的税负和交易成本;当交易成本被定义为包括期货市场近似于0.2%、现货市场1%的出价—询价统计离差时,观测范围的背离为投资者提供了套利机会。然而,范围的背离和期货到期日之间的正相关性,与低估交易成本的假设是一致的。研究还发现,实际的交易成本和股利的不确定性,对范围背离的程度和频率都有重要的影响,因此将交易成本的存在作为观测期货价格

和预测价格之间存在偏差的解释变量与假设一致。<sup>[28]</sup>

从这些引入税收因素的资产定价模型和后来在此基础上发展的套利定价模型来看,多数研究将所得税与交易成本结合起来进行考虑,并尽可能地模拟实际中各国采取的所得课税办法,通过比对观测价格和预测价格的背离程度来检验定价模型的正确性。

然而,这些定价模型同时也存在一定的局限性。首先,它们的前提是现实的所得税税收制度,进而探讨金融衍生工具定价问题。假如模型的检验结果能够与现实情况拟合,且证明解释变量与之存在显著相关,则模型能够更好地服务于投资者(即如何依据现实存在的所得税负进行相机抉择,寻找可能存在的套利机会),而非服务于金融衍生工具所得税制的改进。当然,这与模型本身定位为资产定价或是套利定价模型有关。其次,多数定价模型中往往只是考虑到所得税率上的差别,忽视了所得纳税义务发生时间、所得税收抵免和税收优惠等其他税制要素,使得模型具有一定的局限性。第三,不少定价模型在将所得税作为一项交易费用考虑时,已经设定了相关的纳税义务。由于所得税负最终是由税收相关法律法规规定的纳税人承担,而作为纳税人的买卖双方在投资决策的事前分析时,可能就其包括纳税身份在内的所得税税制要素进行过筹划,从而对具体的投资方式做出安排,以改变本应适用的所得税负,这就使定价模型在本身的基础上更为复杂化了。因此,所得纳税义务事前确定的定价模型反映了买卖双方被动地接受均衡价格的实质,却忽视了纳税人可以通过其他手段而改变其所适用的所得纳税义务的方方面面。鉴于其复杂性,我们对资产定价模型不做深入的探讨,而进一步分析为什么买卖双方可以通过改变其纳税人的身份来改变相关的所得纳税义务。

## 2. 所得税对金融衍生工具交易参与者事前身份筹划的影响

参与经济活动的纳税人,从身份上可以区分为自然人和法人。从理论上来说,纳税人出于税收利益的考虑,可能对纳税身份进行一定的筹划。

首先分析公司投资转化为个人投资的方式。由于公司都有一定的财务制度约束,因此,将公司的资金转化为以自然人的名义来使用,显然是各国法律所限制的。我们简要分析以下三种模式:(1)个人直接使用公司资金。这种方式可能面临着法律上的障碍,如我国刑法规定,法人的资金挪用为个人使用,将被认

定为挪用资金罪或是挪用公款罪。(2) 基于股权方式的转换模式。通常情况下是公司先将其所得税后利润分配给出资者,再由出资者以个人名义投资。由于股东在公司税后利润的分配环节可能还需要支付相关的个人所得税,因此,是否减少相关交易应纳税收并不确定;另外,这种方式将使金融衍生交易无法实现其自身的风险管理功能。如果相关交易发生亏损,还可能因为个人所得税有关法律的限制,而无法适用亏损弥补的有关条例。(3) 基于债权方式的转让。对于具有真实金融衍生工具投资需求的公司来说,如果为了进行税收上的筹划而采用借贷资金的方式,同样存在其本身风险管理职能无法实现以及相关损失无法进行亏损弥补的情况,可谓得不偿失。

其次,分析不同公司主体之间的转化。在不同行业的公司适用不同的税收制度前提下,如果金融衍生工具投资除了不区分主体而必须缴纳的税收外,其交易行为或所得还对公司的整体纳税义务产生影响,那么不同类型的公司在投资于金融衍生工具前,很可能进行事前的筹划。这也进一步说明了金融衍生工具税收激励假说所采用实证分析办法的片面性,即只比较使用金融衍生工具的公司和不使用金融衍生工具的公司之间的整体税收负担,而忽略了公司从事其他业务的税收负担以及不同行业公司所适用的差别性税收政策。套利定价模型的缺陷亦是如此。

再次,分析自然人投资主体向公司转换的情况。现实中,个人参与金融衍生工具的方式有两种:(1) 直接投资。如果本国实行分类的所得税制,则个人投资损失将可能无法享受同公司一样的亏损弥补的税收待遇;如果本国实行的是综合所得税制,且投资收益(损失)计入个人总应纳税所得额,则存在抵扣个人的其他应纳税所得额的可能。(2) 间接投资。在此方式下,参与个人既可以通过委托代理、信托等方式投资于金融衍生工具(比如购买金融机构发行的基金),也可以通过组建公司或增资等方式,以公司的名义来投资。由于个人是间接地投资于金融衍生工具,所以并不适用金融衍生工具本身的所得税税收政策,仅需对其从金融机构获取的红利纳税。对于个人组建公司并以公司名义投资于金融衍生工具的方式来说,除了投资于金融衍生工具所需要承担的交易成本外,个人还需要承担公司组建成本和营运费用。因此,单纯从规避金融衍生工具的所得税纳税义务的角度出发,专门设立公司来投资的做法是不现实的。

综上,金融衍生工具定价模型在引入所得税因素作为交易成本加以分析时,往往设定了相关的税收制度,却忽视了金融衍生工具的不同投资主体可能适用不同的征管制度,以及税收成本可以通过人为方式改变的现实情况。然而,一旦进入交易过程,参与者的主体身份便已经确定下来,并具有不可逆性。因此,在参与者事前抉择已经明确的基础上,我们接下来将进一步探讨金融衍生工具的税收制度对参与者在交易过程中的决策影响。

### 3. 所得税对金融衍生工具交易参与者决策的影响

实践中,不同国家对金融衍生工具所采取的所得税课税办法是大不相同的:如英国采取分离课税原则;法国则采取不分解的征税原则。而在金融衍生工具最为发达的美国,纳税人可以在普通所得、短期资本、长期资本、免税所得<sup>①</sup>、长期和短期资本的60%~40%混合所得等五种不同级别的税目中进行选择;相关纳税义务发生时间的确定标准更不一致,既有逐日盯市原则<sup>②</sup>,又有利息归集制度以及各种各样的收益实现会计核算制度。金融衍生工具的自身特点决定了难以寻找到符合税收中性原则的统一的所得课税办法。这种课税制度的混乱,又反过来加剧了金融衍生工具的所得课税差别。一些国外学者对此颇为关注,如David M. Schizer(2004)认为,由于实行不同的所得课税原则、税率及实践中赋予纳税人的选择权,使得在诸如期权、期货、互换等金融衍生工具之间存在可比的经济利益。他将这种现象称之为“不一致性”;而这种不一致性往往使政府承担金融衍生工具的损失程度超过了从中获得收益的程度,从而造成“不平衡性”。<sup>[29]</sup> Edgar(2000)针对实践中存在的差别性税收待遇,提出“为了实现税收公平,应当确保对所有相同的金融交易采取相同的课税制度”。<sup>[30]</sup>

事实上,主张减少金融衍生工具税收差别的观点,反映了税收中性的政策目标,但这一政策定位也受到一些学者的质疑。随着金融全球化进程的加快,金融市场上的竞争愈演愈烈,在这种格局下,税收竞争成为一些国家参与全球化竞争的手段。这些国家往往通过税收优惠、税收抵免、延期纳税等办法,以期在金融衍生工具的课税上产生比较优势,达到吸引投资的目的。比如,加拿大就采取了较低的资本利得税率,以及对股票期权采取延期纳税等。从本质上说,政府此时已经将税收的宏观调控职能置于税收中性目标之上,刻意形成的税收差别自然就出现了。然而,政府



的税收政策目标是否能够有效实现, 还需要考察其对投资者行为是否产生预期的效应。

我们认为, (1) 当对金融衍生工具交易所得实行按比例课税且损失允许按比例弥补时 (即如果对收益免税, 则损失也不允许弥补), 则收益和损失实现对称性的税收待遇, 税率的高低不改变投资者在交易过程中买入卖出的时机抉择。但投资者为了获得与免税情况下相同的投资收益, 在高税率的情况下必须相应地扩大投资规模; 对政府来说, 它的净税收收入将为 0。(2) 当对收益课税而不给予损失对称性的税收待遇时 (如亏损不允许弥补或予以部分弥补), 所得税率的高低将改变投资者的交易时机选择, 并可能使投资收益为负, 投资者为此将转向其他税收损失较小的交易; 而政府在这种情况下将获得正的税收收入。(3) 除了上述情况, 收益和损失的不对称税收待遇还可能对收益免税或少征税 (或者因纳税义务发生时间等方面的所得征税规则不完善, 而造成实际上对收益的税收管辖权落空), 但损失却允许全额弥补, 投资者无疑最大限度地获得了税收上的利益; 但这种税收利益是以政府买单为代价的。这在一定程度上可以解释公司运用金融衍生工具可能基于税收激励的原因。

## (二) 所得税对金融衍生工具的宏观影响

所得课税制度的差别性, 加剧了金融衍生工具的税收不对称性, 这使得金融衍生工具的税收制度, 从影响投资者的选择问题上到了政府宏观政策抉择的层面。然而, 政府的所得税政策选择却是十分困难的。

(1) 如果要想实现税收公平, 则要尽可能消除金融衍生工具的税收待遇差别, 这不仅要消除同一国家对不同衍生工具的差别性所得税待遇, 还要消除不同国家之间对金融衍生工具的差别性所得税待遇。这样的要求可以说是不可能实现的。

(2) 即使对一国来说, 要在本国消除这种差别性所得税待遇以实现税收公平, 至少应当实现金融衍生工具的对称性所得税待遇。对于如何实现“对称性”, Schizer 提出了“收益—损失比例” (Gain-loss ratio) 一说。它是指政府参与金融衍生工具潜在收益比例与政府承担金融衍生工具损失比例之比, 即“收益—损失比例” = 政府参与收益的比例 / 政府承担损失的比例。由于金融衍生工具不同于传统的无风险收益和工资, 因此, Schizer 的分析主要针对风险类金融衍生工具。他认为纳税人通过各种税收筹划手段, 比如人为地调整纳税义务发生时间、利用不同衍生工具交

易的所得课税原则差异等, 往往将收益—损失比例降低为 1 以下, 这实际上相当于政府承担损失的程度超过了获取收益的程度。为此, 他认为政府应当关注不平衡性; 一旦不平衡性得到纠正, 则不一致性将变得不重要。Schizer 的这一观点依赖于 Domar-Musgrave 模型: 只要允许进行完全的亏损弥补, 就能实现收益—损失比例为 1, 而税收对风险头寸的影响就不重要了。当税率为  $T$  时, 投资者只要将投资额扩大到原来的  $1/(1-T)$ , 则就能获得与免税情况下相同的所得税税后收益。这是因为低的税率虽然对盈利者来说具有吸引力 (提供了较高的税后收益), 但对于亏损来说却降低了其吸引力 (亏损者需要承担较高的风险)。<sup>[2]</sup>

综上, 尽管很难通过实证分析来证明运用金融衍生工具是出于税收激励的考虑, 但在实现股东价值最大化的前提下, 公司在运用金融衍生工具进行风险管理时, 考虑税收利益是必然的, 同时也可能存在因金融衍生工具所得税制不完善而运用衍生工具规避应纳税额的情形。另外, 从实践操作来看, 由于各国对金融衍生工具采取不同的所得课税办法, 这种差别性的所得税待遇将在经济上产生可比利益, 对投资者的投资行为选择和追求税收套利具有一定的影响。然而, 从减少投资者行为扭曲的角度来说, 政府作为金融衍生工具的课税制度的制定者, 事实上面临着十分复杂的抉择。

## 注 释:

① 参见 IRC § 1032.

② 参见 IRC § 1256.

## 参考文献:

- [1] Nance, D, C Smith Jr and C Smithson. Determinants of corporate hedging, *Journal of Finance*, V48, pp.267-284, 1993.
- [2] Graham, J. R., Rogers, D. A.. Do firms hedge in response to Tax Incentives, *Journal of Finance*, V57, pp. 815-839, 2002.
- [3] Myers, S. C., Majluf, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, v13, pp.187-221, 1984.
- [4] Leland, H. E.. Agency Costs, Risk Management and Capital Structure, *Journal of Finance*, V53, pp.1213-1243, 1998.
- [5] Smith, C., R.Stulz. The determinants of firms' hedging policies, *Journal of financial and quantitative analysis*, V20, pp. 391-405, 1985.
- [6] Graham, J. R., Smith, C. W.. Tax Incentives to Hedge,

Journal of Finance, V 54, pp. 2241-2262, 1999.

[7] Sohnke M. Bartram & Gregory W. Brown & Frank R. Fehle. International Evidence on Financial Derivatives Usage, Finance 0307003, EconWPA, revised 24 Jul 2003.

[8] J. David Cummins & Richard D. Phillips & Stephen D. Smith. Derivatives and Corporate Risk Management: Participation and Volume Decisions in the Insurance Industry, Center for Financial Institutions Working Papers 98-19, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania, 1998.

[9] Fenn, George W., Mitch Post, and Steven A. Sharpe. Why Nonfinancial Firms Use Interest Rate Derivatives, Working Paper, Capital Markets Section, Federal Reserve Board, Washington D.C. 1996.

[10] Mian, Shehzad L.. Evidence on corporate hedging policies, Journal of financial and quantitative analysis, V31, pp.419-439, 1996.

[11] Geczy, C., M. Minton and C. Schrand. Why Firms Use Currency Derivatives, Journal of Finance, 52, pp. 1323-1354, 1997.

[12] Fok, Robert C.W., Carolyn Carroll and Ming C. Chiou. Determinants of Corporate Hedging and Derivatives: A Revisit, Journal of Economics and Business, 49, pp. 569-585, 1997.

[13] Goldberg, Stephen R. & Godwin Kim Tritschler, Joseph H. Myung-Sun Charles A.. On the Determinants of Corporate Usage of Financial Derivatives, Journal of International Financial Management & Accounting 9 (2), 132-166, 1998.

[14] Benson, Karen and Barry Oliver. Management Motivation for Using Financial Derivatives in Australia, Australian Journal of Management, Vol. 29, No. 2, pp. 225-242, 2004.

[15] Wysocki, P.. Managerial motives and corporate use of derivatives: some evidence, Simon School of Business, University of Rochester, working paper, 1996.

[16] 崔春. MM理论——资本结构理论[J]. 中国城市金融, 1998, (7): 55.

[17] Brailsford, Timothy J., Heaney, Richard and Oliver, Barry R.. Use of Derivatives in Public Sector Organizations, Accounting and Finance, V 45, No. 1, pp. 43-66, 2005.

[18] OECD. Workshop on Government Securities Markets and Public Debt Management in Emerging Markets, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Roma, 12, 2002.

[19] T. Zeng. Tax timing options: firms use derivatives to save taxes, mimeo, Wilfried Laurier University, 2004.

[20] Y. Salcedo. A time for trade, a time for taxes, Futures, April, pp. 62-64, 2003.

[21] O. J. Blanchard. Output, the Stock Market, and Interest Rate, American Economic Review, vol. 71, n. 1, pp. 132-143, 1981.

[22] Chiara Oldani, Paolo Savona. Derivatives, Fiscal Policy and Financial Stability [E]. www.luiss.it/eventi/20041025/oldanisavona.pdf, 2004-09.

[23] David M. Schizer. Balance in the Taxation of Derivative Securities: An Agenda for Reform [E]. www.american taxpolicyinstitute.org/pdf/SchizersFinalPaper.pdf, 2004-03-04.

[24] 鲍卫平. 美国对金融衍生产品课税与我国相关税收政策的调整[J]. 金融教学与研究, 2002, (12): 14-19.

[25] 李林根, 马俊, 王晓非. 金融衍生商品交易课税问题探讨[J]. 税务研究, 2002, (12): 20-22.

[26] 段续源. CAPM股票定价理论的延展[J]. 南开经济研究, 2004, (2): 83-86.

[27] Cornell, B. and K.R. French. The Pricing of Stock Index Futures, Journal of Futures Markets, 3 (Fall): pp.1-14, 1983.

[28] Gerry J. Twite. The pricing of Australian Index Futures Contracts with Taxes and Transaction, Australian Journal of Management, V.23, No.1, pp.57-82, 1998.

[29] David M. Schizer. Inconsistencies, Imbalances, and the Taxation of Derivative Securities: An Agenda for reform [E]. http://www.law.ucla.edu/docs/David%20M.%20Schizer%20-%20Inconsistencies,%20Imbalances,%20and%20the%20Taxation%20of%20Derivative%20Securities-%20An%20Agenda%20for%20Reform.pdf, 2004-01-05.

[30] Edgar, T.. The income tax treatment of financial instruments: theory and practice Toronto: Canadian Tax Foundation, pp. 645, 2000.

责任编辑: 魏琳